



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Halvledare & Halvledarutrustning | Sverige | 16 november 2022

Midsummer

Resan mot ökad produktion fortsätter

Fortsatt stark efterfrågan

Midsummer rapporterade en omsättning på 16,0 mkr i Q3'22, klart lägre än föregående år (60,3 mkr). Även EBIT var lägre, -41 2 mkr, jämfört med -15,0 i Q3'21. Den främsta orsaken är klart lägre intäkter från Produktionsutrustning, inga maskiner såldes till externa kunder under kvartalet. Orderingången för solcellstak, den stora värdedrivaren, uppgick till 37,8 mkr, en ökning med 63%.

Resan mot ökad produktion fortsätter

Midsummer producerar nu maskiner för att användas i egen produktion, vilket kortsiktigt sänker intäkterna från maskinförsäljning, men ökar produktionskapaciteten för återkommande intäkter från solcellstak på längre sikt. Bolaget har nu planer, förutom kapacitetsuppbyggnad i Italien på 50 MW (att jämföra med nuvarande kapacitet på 2 MW), att expandera kapaciteten i Sverige, i ett första steg med 20 MW. Bolaget arbetar med olika finansieringsalternativ för dessa kapacitetsökningar. Vi bedömer att det kommer att gå att hitta attraktiv finansiering, givet den starka underliggande efterfrågan, i kombination med bolagets attraktiva produktportfölj och den stora kapitaltillgången för gröna investeringar.

Vi behåller vårt motiverade värde men justerar estimat

Vi har justerat våra estimat för den italienska kapacitetsökningen; vi har nu en snabbare uppgång av kostnader och intäkter. Detta motverkas av bättre finansieringsvillkor från den italienska staten än i vår tidigare modell, vilket stödjer balansräkning och kassaflöde. Vi behåller vårt motiverade värde på 18-20 kr, där högre intäkter motverkas av en temporärt högre WACC på grund av finansieringsaktiviteterna. Osäkerheten kring timing av kostnader och intäkter i närtid är fortsatt hög, men långsiktigt är Midsummer på väg att etablera sig som den stora europeiska producenten av solceller, och siktar nu på en kapacitet på 1000 MW år 2030.

Estimatändring (kr)

	22e	Δ%	23e	Δ%
Totala intäkter	179	4,7	331	79,5
EBITDA, just.	-62	N.m.	-22	N.m.
EPS, just.	-1,8	N.m.	-1,4	N.m.

Kommande händelser

Q3 - rapport	16 november 2022
Q4 - rapport	24 februari 2023

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	68m
Börsvärde	728
Nettoskuld	107
EV	835
Free float	81%
Daglig handelsvolym, snitt	135k
Bloomberg Ticker	MIDS SS Equity

Analytiker

Orjan Roden

orjan.rodén@penser.se

Prognos (mkr)

	2021	2022e	2023e	2024e
Totala intäkter	136	179	331	632
Intäktstillväxt	14%	31%	85%	91%
EBITDA, just.	-73	-62	-22	-4
EBIT, just.	-111	-98	-68	-42
EPS, just.	-2,2	-1,8	-1,4	-1,1
EPS-tillväxt	-18%	N.m.	21%	23%
EK/aktie	3,7	3,7	2,4	1,3
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV/Sales	8,0x	4,7x	2,9x	1,7x
P/EK	4,1x	2,9x	4,6x	8,4x
Nettoskuld/EBITDA	-0,8x	-1,7x	-11,0x	-87,8x

Värde och risk

Motiverat värde

18 - 20 kr

Aktiekurs

10,7 kr

Riskenivå

High

Kursutveckling 12 mån

Month	MIDS SS Equity	OMX INDEX
Nov 21	15.5	16.5
Dec 21	14.5	17.5
Jan 22	15.5	17.5
Feb 22	14.5	16.5
Mar 22	12.5	15.5
Apr 22	11.5	15.5
May 22	12.5	15.5
Jun 22	13.5	15.5
Jul 22	12.5	15.5
Aug 22	11.5	15.5
Sep 22	12.5	15.5
Oct 22	11.5	15.5
Nov 22	12.5	15.5

Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

Investment case

Vi bedömer att efterfrågan på förnyelsebar energi kommer att vara fortsatt stark på grund av höga gasoch elpriser i Europa. Solkraft, till skillnad från vind och andra förnyelsebara energislag, är småskaligt, vilket innebär relativt korta ledtider då tillståndprocessen är enklare och energin produceras i anslutning till konsumtionen vilket eliminerar behovet av stora investeringar i elnät. En solenergianläggning höjer dessutom värdet på en fastighet, vilket tillsammans med den kostnadssänkande effekten från ersättning av gas eller el leder till ett starkt incitament för fastighetsägare att investera i en solanläggning. Även om den svenska marknaden är en viktig drivare av efterfrågan, ser vi störst potential på den europeiska marknaden då solenergi i Sverige bara producerar dagtid och på den tid på året då efterfrågan på elenergi är som lägst.

Midsummer producerar en speciell form av solceller med varumärken som "Slim"- eller "Wave" som är lätta konstruktioner vilka antingen smälter in på befintligt tegeltak eller ersätter ett traditionellt falsat plåttak. Den lätta konstruktionen möjliggör installationer på veka takkonstruktioner som inte kan bära lasten av en traditionell solcellsanläggning. "Wave" smälter in på befintliga tegeltak på ett helt annat sätt än traditionella solpaneler i ramar, och tilltalar många kunder som inte uppskattar den synliga förändringen som en traditionell solcellsanläggning orsakar. Produkten säljs till ett klart premiumpris jämfört med traditionella anläggningar, även om pris till kund inte skiljer sig lika mycket på grund av enklare installation.

Midsummers teknik bygger på tunnfilmsteknik, en halvledare applicerad på ett stålsubstrat, och skiljer sig väsentligt från traditionella solpaneler vad gäller produktion och transport. Detta leder till en marknadsledande position vad gäller koldioxidavtryck, och lägre avtryck än vind- och vattenkraft. Vi bedömer att tunnfilmsteknik kommer att utvecklas starkt relativt traditionella paneler, då den traditionella panelen har tappat sina stora konkurrensfördelar; en fullt globaliserad värld med stort beroende av export från Kina och låga priser på fossil energi, som är den viktigaste produktionsfaktorn för traditionella paneler.

Midsummer bygger en helt ny fabrik i Italien, som helt finansieras med bidrag och mjuka lån. Därigenom öppnas den sydeuropeiska marknaden upp för Midsummer. Förutsättningar för sol är betydligt bättre i Sydeuropa än på våra breddgrader, vilket skapar utrymme för högre tillväxt och bättre marginaler.

Bolagsprofil

Midsummer är en svensk producent av solceller. Tekniken bygger på en egenutvecklad produktionsprocess, som i korthet utgår från ett halvledarskikt, som innebär att olika metaller "målas" på ett underlag, t.ex. plåt, för att sedan fräsas och etsas till att få den önskade strukturen.

Värdering

Vi värderar Midsummer med en EV/S-multipel på 4 baserat på försäljningen 2025, diskonterat till nuvärde med WACC. EV/S-multipeln är i linje med större bolag noterade i USA. Midsummer är idag en liten och lokal svensk spelare, men vi bedömer att bolaget, via sin expansion i Europa, kommer att betraktas som en stor, regional aktör och därmed värderas i linje med liknande företag. Med denna metod värderar vi Midsummer till 19 kr/aktie, vilket ger ett motiverat värde på 18-20 kr

Heading 1

Multipelvärdering

Försäljning 2025e, mkr	612
EV/S multipel (medel av Peers, avr. nedåt)	4
Företagsvärde 2025e, mkr	2 450
Nettoskuld 2025e, mkr	-368
Aktievärde 2025e, mkr	2 082
WACC	12,2%
Diskonterat värde idag, mkr	1 315
Aktier, m	67,7
Värde per aktie	19

Källa: EPB

Känslighetsanalys multipelvärdering

	WACC		
EV/S	11,2%	12,2%	13,2%
3	14	14	13
3,5	17	17	16
4	20	19	19
4,5	23	22	21
5	26	25	24

Källa: EPB

DCF Inklusive känslighetsanalys

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)	30 503		
PV of terminal value (perpetuity formula)	325 860		
Enterprise value	356 364		
Latest net debt	198 601		
Minority interests & other	-230 000		
Equity value	387 763		
No. of shares outstanding (millions)	67 741,4		
Equity value per share (SEK)	6		

Implicit multiples	2025	2026	2027
EV/Sales	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	4	4	3
EV/EBIT	6	6	4
EV/NOPLAT	8	7	5

Current Share price	11
Upside / Downside %	-47%

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	2,5%
Risk premium	5,5%
Extra risk premium	8,0%
Beta	1,0
Cost of equity	16,0%
Cost of debt (pre-tax)	8,0%
Tax rate	20%
Target debt/(debt + equity)	40%
WACC	12,2%

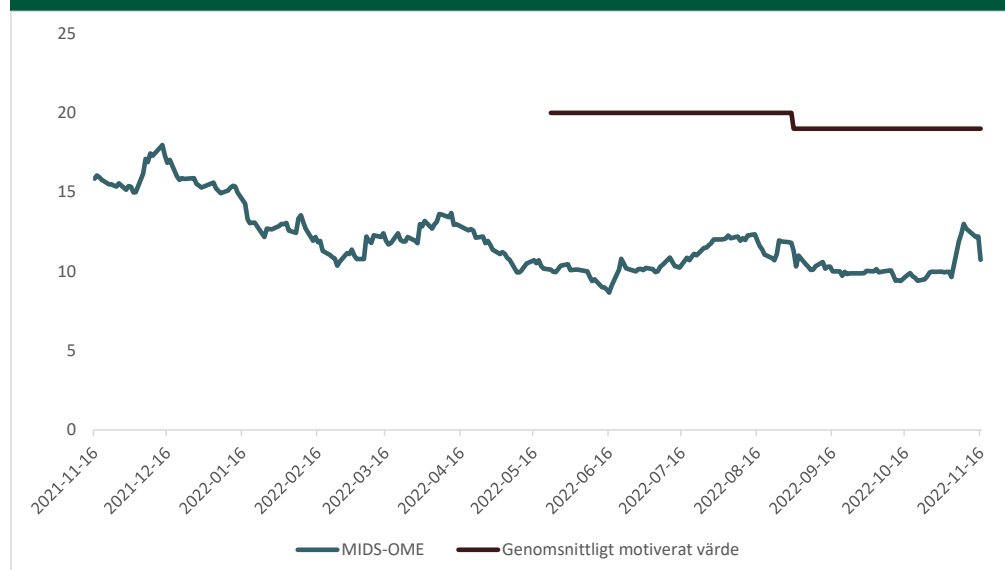
Terminal value assumptions	
Long term growth rate	4,0%
Long term EBIT margin	12,0%
Depreciation (% of sales)	3,0%
Capex (% of sales)	3,0%
Working cap. (% of sales)	25%
Tax rate	20%

Sensitivity analysis						
		Long-term growth rate				
		3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%
WACC	11,2%	6	7	7	8	8
	11,7%	6	6	6	7	7
	12,2%	5	5	6	6	6
	12,7%	5	5	5	5	6
	13,2%	4	4	4	5	5

		Long-term EBIT margin				
		7,0%	9,5%	12,0%	14,5%	17,0%
WACC	11,2%	4	6	7	9	11
	11,7%	3	5	6	8	9
	12,2%	3	4	6	7	8
	12,7%	3	4	5	6	7
	13,2%	2	3	4	6	7

Källa: EPB

Historisk motiverat värde och aktiekurs



Källa: EPB, Factset

Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoomsättning	184	72	94	51	178	600
Övriga rörelseintäkter	17	47	42	128	154	32
Totala intäkter	201	119	136	179	331	632
Kostnad sålda varor	-107	-41	-92	-92	-124	-306
Bruttoresultat	94	78	44	87	207	326
Totala rörelsekostnader	-85	-128	-117	-149	-229	-331
EBITDA	9	-50	-73	-62	-22	-4
EBITDA, justerad	9	-50	-73	-62	-22	-4
Totala avskrivningar	-32	-24	-38	-36	-47	-38
EBITA, justerad	(23)	(74)	(111)	(98)	(68)	(42)
EBIT	-23	-74	-111	-98	-68	-42
EBIT, justerad	-23	-74	-111	-98	-68	-42
Finansnetto	-12	-18	-19	-22	-26	-30
Resultat före skatt	-35	-92	-130	-119	-95	-72
Resultat före skatt, justerad	-35	-92	-130	-119	-95	-72
Total skatt	-5	0	1	0	0	0
Nettoresultat	-40	-92	-130	-119	-95	-72
Nettoresultat, justerad	-40	-92	-130	-119	-95	-72

Källa: Midsummer, EPB

Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EBIT	-23	-74	-111	-98	-68	-42
Övriga kassaflödesposter	7	(1)	13	14	21	8
Förändringar i rörelsekapital	-69	-7	28	4	-38	-37
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-85	-82	-70	-79	-86	-71
Investeringar	-31	-29	-90	-63	-16	-31
Fritt kassaflöde	-130	-135	-185	-171	-132	-132
Nyemission / återköp	0	248	126	120	0	0
Förändringar av lån	0	0	0	110	50	50
Övriga poster	191	-6	-1	0	0	0
Kassaflöde	46	103	-66	59	-82	-82
Nettoskuld	111	-2	56	107	240	372

Källa: Midsummer, EPB

Balansräkning						
	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
TILLGÅNGAR						
Övriga immateriella tillgångar	31	45	53	81	112	143
Materiella anläggningstillgångar	36	67	142	170	139	131
Summa anläggningstillgångar	93	127	208	263	263	286
Varulager	24	27	30	33	63	62
Kundfordringar	6	23	23	28	48	62
Övriga omsättningstillgångar	118	126	71	66	79	156
Likvida medel och kortfristiga placeringar	111	218	159	218	136	54
Summa omsättningstillgångar	259	393	283	346	326	334
SUMMA TILLGÅNGAR	352	520	491	609	590	620
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	100	256	253	254	159	87
Summa eget kapital	100	256	253	254	159	87
Långfristiga räntebärande skulder	214	209	208	318	368	418
Övriga långfristiga skulder	1	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	215	209	208	318	368	418
Kortfristiga räntebärande skulder	8	6	8	8	8	8
Leverantörsskulder	16	34	10	14	24	47
Övriga kortfristiga skulder	12	14	13	16	31	61
Summa kortfristiga skulder	36	55	30	38	63	116
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	352	520	491	609	590	620

Källa: Midsummer, EPB

Tillväxt och marginaler						
	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Intäktstillväxt	-	-41%	14%	31%	85%	91%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	-655%	-45%	15%	65%	81%
EBIT-tillväxt, justerad	-	-223%	-49%	N.m.	30%	38%
EPS-tillväxt, justerad	-	-103%	18%	19%	21%	23%
Bruttomarginal	51,0%	>100%	46,9%	>100%	>100%	54,4%
EBITDA-marginal	4,9%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBITDA-marginal, justerad	4,9%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Midsummer, EPB

Avkastning						
	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Midsummer, EPB

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Varulager / totala intäkter	12%	22%	22%	18%	19%	10%
Kundfordringar / totala intäkter	3%	19%	17%	16%	14%	10%
Leverantörsskulder / KSV	15%	83%	11%	15%	19%	15%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	42%	43%	26%	25%	27%	35%
Rörelsekapital / totala intäkter	60%	>100%	74%	54%	41%	27%
Kapitalomsättningshastighet	0,6x	0,3x	0,3x	0,3x	0,6x	1,2x

Källa: Midsummer, EPB

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoskuld	111	-2	56	107	240	372
Soliditet	29%	49%	51%	42%	27%	14%
Nettoskuldsättningsgrad	1,1x	0,0x	0,2x	0,4x	1,5x	4,3x
Nettoskuld / EBITDA	12,3x	0,0x	-0,8x	-1,7x	-11,0x	-87,8x

Källa: Midsummer, EPB

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EPS	-1,30	-2,65	-2,18	-1,76	-1,40	-1,07
EPS, justerad	-1,30	-2,65	-2,18	-1,76	-1,40	-1,07
FCF per aktie	-4,20	-3,87	-3,12	-2,52	-1,96	-1,95
Eget kapital per aktie	3,24	4,33	3,73	3,75	2,35	1,28
Antal aktier vid årets slut, m	30,9	59,2	67,7	67,7	67,7	67,7
Antal aktier efter utspädning, snitt	30,9	34,9	59,4	67,7	67,7	67,7

Källa: Midsummer, EPB

Värdering

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	8,2x	2,5x	4,1x	2,9x	4,6x	8,4x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	4,7x	5,4x	8,0x	4,7x	2,9x	1,7x
EV/EBITDA, justerad	104,0x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV	938	637	1 093	835	967	1 099
Aktiekurs	26,8	10,8	15,3	10,7	10,7	10,7

Källa: Midsummer, EPB

Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen. Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde ska framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för Bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att Bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att Bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en Publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

Erik Penser Bank (publ.)
Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM
tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se